

需求不振、水电压制，台山 1 号重启在望

2022 年 07 月 07 日

➤ **事件概述：**7 月 6 日，公司公布 2022 年上半年发电量完成情况，1H22 管理核电机组总发电量 991.95 亿千瓦时，同比下降 1.9%；总上网电量 928.35 亿千瓦时，同比下降 2.5%。

➤ **台山 1 号仍拖累电量表现，检修完成等待重启：**台山核电 1 号机组自 2021 年 7 月 30 日起停堆检修至今，1H22 台山核电完成发电量约 69.93 亿千瓦时，同比下降 35.5%。参考同等装机规模的台山 2 号表现，1 号机组相应减少半年度发电量约 50-70 亿千瓦时，停机影响显著。7 月 1 日，公司在 E 互动平台表示，台山 1 号机的检修工作已基本完成，重启和并网的各项准备工作正在有序推进。

➤ **用电需求不振、西南水电出力提升，挤压广东省内核电机组空间：**2022 年初广深地区受疫情冲击，1-2 月份广东省用电量同比增长 3.0%，低于全国平均增速 1.8pct，用电需求回落明显。西南来水如期改善，水电出力提升，挤压省内发电机组电量空间，3-5 月份广东本省发电量同比增速分别为-1.6%、-0.7%、-27.2%，连续三个月同比负增长。1H22 公司在广东省内机组完成发电量 558.20 亿千瓦时，同比下降 3.2%，其中，2Q22 完成发电量 283.15 亿千瓦时，同比下降 4.1%。

➤ **2H22 红沿河新机组有望贡献增量：**1H22 红沿河核电完成发电量 200.18 亿千瓦时，同比增长 16.4%；其中，Q2 发电量同比增长 7.5%。6 月底红沿河 6 号机组商运，预计下半年将贡献新的增量。

➤ **投资建议：**疫情反复导致用电需求不振，叠加水力出力提升，公司广东省内核电机组出力下滑，同时机组停机影响冲击仍在，抵消新机组投产的增量电量，上半年公司发电量回落。下半年新投产的红沿河 6 号机以及完成检修的台山 1 号机有望助力公司电量、业绩提升。维持对公司的盈利预测，预计 22/23/24 年 EPS 分别为 0.20/0.23/0.23 元，对应 7 月 6 日收盘价 PE 分别为 13.7/12.3/12.0 倍，维持 22 年 15 倍 PE，目标价 3.00 元/股，维持对公司“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 核安全事故；2) 政策变化；3) 新技术遇阻；4) 电价调整；5) 汇兑损失。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

2.78 元

目标价：

3.00 元

**分析师：严家源**

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

- 1.中国广核(003816.SZ)2022年一季报点评：双因素推升利润，陆丰获批放行
- 2.中国广核(003816.SZ)年报点评：台山 1 号拖累业绩，2H21 整体表现亮眼

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	80,679	94,258	102,387	111,205
增长率(%)	14.3	16.8	8.6	8.6
归属母公司股东净利润(百万元)	9,733	10,230	11,387	11,717
增长率(%)	1.8	5.1	11.3	2.9
每股收益(元)	0.19	0.20	0.23	0.23
PE	14.4	13.7	12.3	12.0
PB	1.4	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 07 月 06 日收盘价。)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	80,679	94,258	102,387	111,205
营业成本	53,895	65,883	72,325	79,466
营业税金及附加	610	801	870	945
销售费用	79	94	102	111
管理费用	2,426	2,828	3,072	3,336
研发费用	1,753	1,885	2,048	2,224
EBIT	21,915	22,766	23,970	25,122
财务费用	6,401	7,294	5,958	5,656
资产减值损失	-148	-200	-200	-200
投资收益	1,367	1,500	1,600	1,600
营业利润	18,314	19,006	21,668	23,000
营业外收支	-188	-40	-40	-40
利润总额	18,126	18,966	21,628	22,960
所得税	2,442	2,466	3,262	4,061
净利润	15,684	16,501	18,365	18,899
归属于母公司净利润	9,733	10,230	11,387	11,717
EBITDA	33,422	35,055	36,242	37,944

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	15,828	15,000	16,000	20,000
应收账款及票据	12,559	14,203	15,428	16,757
预付款项	17,372	26,353	28,930	31,786
存货	15,248	21,660	23,778	26,126
其他流动资产	6,959	8,272	8,678	9,119
流动资产合计	67,966	85,488	92,814	103,788
长期股权投资	12,418	12,918	13,418	13,918
固定资产	239,782	252,841	241,917	246,444
无形资产	5,203	5,203	5,203	5,203
非流动资产合计	332,027	326,386	318,762	309,589
资产合计	399,993	411,875	411,576	413,377
短期借款	16,375	14,375	12,701	11,607
应付账款及票据	22,367	33,393	36,658	40,277
其他流动负债	38,578	42,175	43,465	44,891
流动负债合计	77,320	89,943	92,824	96,775
长期借款	155,922	143,922	128,922	113,922
其他长期负债	15,841	14,841	12,841	11,841
非流动负债合计	171,762	158,762	141,762	125,762
负债合计	249,083	248,705	234,586	222,538
股本	50,499	50,499	50,499	50,499
少数股东权益	50,000	56,270	63,249	70,431
股东权益合计	150,910	163,169	176,990	190,839
负债和股东权益合计	399,993	411,875	411,576	413,377

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.30	16.83	8.62	8.61
EBIT 增长率	1.72	3.88	5.29	4.81
净利润增长率	1.78	5.11	11.30	2.90
盈利能力 (%)				
毛利率	33.20	30.10	29.36	28.54
净利润率	19.44	17.51	17.94	16.99
总资产收益率 ROA	2.43	2.48	2.77	2.83
净资产收益率 ROE	9.64	9.57	10.01	9.73
偿债能力				
流动比率	0.88	0.95	1.00	1.07
速动比率	0.41	0.36	0.38	0.42
现金比率	0.20	0.17	0.17	0.21
资产负债率 (%)	62.27	60.38	57.00	53.83
经营效率				
应收账款周转天数	49.09	45.00	45.00	45.00
存货周转天数	103.27	120.00	120.00	120.00
总资产周转率	0.20	0.23	0.25	0.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.20	0.23	0.23
每股净资产	2.00	2.12	2.25	2.38
每股经营现金流	0.69	0.61	0.67	0.67
每股股利	0.08	0.09	0.11	0.13
估值分析				
PE	14.4	13.7	12.3	12.0
PB	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	9.76	8.90	8.07	7.15
股息收益率 (%)	3.02	3.24	3.96	4.68

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	15,684	16,501	18,365	18,899
折旧和摊销	11,507	12,289	12,272	12,822
营运资金变动	2,406	-3,727	-1,771	-1,928
经营活动现金流	34,911	30,656	33,697	33,910
资本开支	-14,433	-6,140	-4,140	-3,140
投资	-175	-748	-748	-748
投资活动现金流	-14,569	-5,388	-3,288	-2,288
股权募资	1,021	0	0	0
债务募资	-1,368	-15,000	-18,674	-17,094
筹资活动现金流	-17,491	-26,096	-29,409	-27,622
现金净流量	2,853	-828	1,000	4,000

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001